

0 · 794005

НА ПРАВАХ РУКОПИСИ



Шурубов Павел Викторович

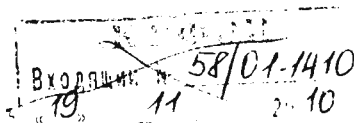
**ЭВОЛЮЦИЯ БИРЖЕВОЙ СИСТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА
ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ
ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Волгоград 2010



Работа выполнена в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Волгоградский государственный университет».

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Перекрестова Любовь Вениаминовна.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Алифанова Елена Николаевна;
кандидат экономических наук,
Бондаренко Александр Станиславович.

Ведущая организация: ФГОУ ВПО «Волгоградская академия
государственной службы».

Защита состоится «03» декабря 2010 года в 10.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, просп. Университетский, 100, аудитория 4-01А.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

Автореферат диссертации размещен на официальном сайте ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» - <http://www.volsu.ru>.

Автореферат разослан «02» ноября 2010 года.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000715223

Ученый секретарь диссертационного совета
кандидат экономических наук, доцент

И.Д. Аникина

Актуальность темы исследования. Главной чертой развития мировой экономической системы на протяжении последних десятилетий XX и первого десятилетия XXI века стала финансовая глобализация, которая послужила катализатором процесса увеличения доли финансовых услуг в международной экономической жизни, а глобализация биржевой системы рынка ценных бумаг (РЦБ) стала одной из ключевых внутренних составляющих финансовой глобализации.

Значение рынка ценных бумаг в его глобальном общемировом масштабе возрастало темпами, превышающими темпы самой экономической глобализации. Основным мотивом ускоряющейся глобализации биржевой системы РЦБ стала борьба за новые рынки, конкуренция в условиях коммерциализации деятельности бирж мира. Концентрация финансовых услуг и существенных объемов международных транзакций в нескольких крупнейших городах планеты – формирование мировых финансовых центров – также является чертой финансовой глобализации.

В процессе финансовой глобализации для любого государства серьезными задачами стали регулирование и грамотное развитие национального фондового рынка. Наличие независимого национального финансового рынка, достаточно мощного для внешней региональной экспансии, образует главную предпосылку экономического суверенитета страны. Задача формирования в России мирового финансового центра сегодня официально входит в приоритеты государственного развития. Ее актуальность и этапы достижения подробно описаны в нескольких программных документах, прежде всего в «Стратегии развития финансового рынка до 2020 года», а предложенные в ней меры уже начали реализовываться.

Однако степень развития интеграционных процессов рынка ценных бумаг в России по объективным показателям, а также основанные на них возможные векторы регионального развития, варианты встраивания в мировую биржевую систему с учетом степени развития ключевых биржевых систем мира до сих пор не получили однозначной оценки в научной литературе. В этой связи

существенное значение обретает научная разработка проблем, связанных с уточнением действительной современной ситуации в части развития основных подсистем рынка ценных бумаг в России, его объективных возможностей и потенциала в мировом масштабе.

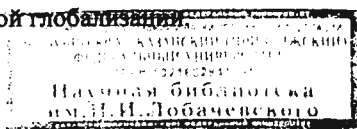
Степень разработанности проблемы. Фундаментальные основы функционирования рынка капиталов, биржевого рынка, рынка ценных бумаг в своих работах рассматривали основоположники мировой экономической мысли А.Смит, Д. Риккардо, К. Маркс и Ф. Энгельс, а продолжили представители различных научных школ Л. Брентано, К. Бюхер, М. Вебер, Т. Веблен, К. Виксель, Э. Линдаль, Э. Лундберг, А. Маршалл, К. Менгер, Д. Норт, Б. Улин, Г. Шмоллер, А. Штиллих.

Из современных иностранных исследователей отметим П. Айтмана, Дж. Далтона, Г. Дефоссе, С. Классенса, М. Обсфелда, А. Тейлора, Дж. Тьюлза и др.

Глубокий анализ структуры и функций рынка ценных бумаг, биржевой системы представлен в работах отечественных ученых Л. Абалкина, М. Алексеева, Е. Алифановой, В. Боровковой, А. Вострокнутовой, В. Галкина, Л. Добрыниной, Е. Жукова, О. Иншакова, Г. Каменевой, А. Малявиной, В. Масленникова, Я. Миркина, Б. Рубцова, В. Торкановского, Г. Черникова.

В работах указанных авторов рассматриваются общетеоретические вопросы функционирования и структуры рынка ценных бумаг, которые стали стимулом для продолжения исследований современных проблем и вариантов развития рынка ценных бумаг России в предкризисный период и непосредственно в условиях кризиса, который по времени совпал с решающим моментом становления российского фондового рынка на международной арене и завоевания мирового статуса. Также требуют дальнейшей разработки проблемы интеграции и централизации биржевой системы российского рынка ценных бумаг с учетом ее потенциала для транснационального развития.

Цели и задачи исследования. Цель исследования – теоретически обосновать процессы эволюции биржевой системы российского рынка ценных бумаг и выявить возможные варианты ее централизации и интеграции в мировую биржевую систему в условиях финансовой глобализации.



Для реализации цели были поставлены и решены следующие задачи:

- уточнить понятие биржи как финансового института, детализировать ее функции в разных исторических условиях на основе исследовательского опыта различных теоретических школ;
- обосновать специфичность формирования биржевой системы российского рынка ценных бумаг;
- выявить организационную и инструментальную асимметрию структуры и внутренних механизмов российского рынка ценных бумаг, создавшую условия для развития финансового кризиса 1998 года;
- определить систему факторов и показателей для осуществления периодизации постдефолтного развития российского рынка ценных бумаг;
- комплексно представить характерные черты и издержки участников процессов современной финансовой глобализации;
- определить перспективы централизации биржевой системы российского РЦБ и создания единой национальной биржевой группы;
- обосновать модели и этапы интеграции биржевой системы российского РЦБ в мировую биржевую систему в рамках проекта «Россия – мировой финансовый центр».

Объектом исследования является биржевая система российского рынка ценных бумаг в процессе ее современного развития и интеграции в международную отраслевую структуру.

Предметом исследования стали финансовые отношения между субъектами международной биржевой системы и российской биржевой системы рынка ценных бумаг в процессе ее эволюции.

Теоретическую базу исследования составили исследования ведущих отечественных и зарубежных авторов по проблемам формирования, современной структуры и системы функционирования национального и международного рынка ценных бумаг.

Методологическую базу исследования составили субъектно-объектный, структурно-функциональный и историко-логический методы системно-генетического подхода; использовались приемы анализа и синтеза, логического обобщения, группировки и сравнения.

Информационно-эмпирическую базу работы составили официальные программные документы Правительства РФ; законодательные акты Федерального Собрания РФ в области регулирования главных подсистем рынка ценных бумаг; отчеты и прогнозы уполномоченных в области контроля за рынком ценных бумаг ведомств, профильных министерств и саморегулируемых организаций; материалы тематических форумов, конференций российского и транснационального профессионального биржевого сообщества; регулярные отчетные документы и статистические данные ведущих биржевых групп страны и активных профессиональных участников рынка, крупнейших регистраторов и депозитариев.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Фондовая биржа - это централизованный финансовый посреднический институт, ключевой элемент биржевой системы, обеспечивающий устойчивые системные взаимоотношения ее учетных, расчетных и контролирующих органов, а также продавцов и покупателей ценных бумаг на основе реализации следующих биржевых функций: торговой, брокерской, дилерской, клиринговой, информационной, контрольной, функций определения уровня цен на биржевые инструменты, квалификационного отбора и учета участников рынка и биржевых продуктов, биржевого арбитража, законодательной инициативы в сфере регулирования рынков, – в условиях согласованного использования всеми биржевыми агентами и их клиентами установленных законодательством норм и правил проведения торгов и осуществления биржевых транзакций с целью обеспечения ликвидности фондовых инструментов и движения инвестиционного капитала.

2. Модель формирования финансово-инструментальной базы РЦБ в России в 1990-х годах отличалась от двух типичных во всем мире моделей (американской и европейской) в результате действия следующих групп факторов: политические (главенство государства в проведении рыночных реформ; копирование финансовой, организационной структуры и методов, используемых в европейской модели развития рынка при неготовности экономической базы), социально-экономические (незначительный объем, вынужденный характер и монополизация государством накоплений населения;

теневые процессы в ходе приватизации, формирующей инструментальную базу рынка; неустойчивая денежная система и финансовая необеспеченность системообразующих отраслей) и поведенческие (недоверие населения и бизнеса к бумагам образовавшихся корпораций). В этих условиях возникла асимметрия в структуре и функционировании финансовых институтов рынка ценных бумаг, ощутимая до сих пор.

3. Деформирующие биржевую систему российского РЦБ последствия финансового дефолта в России 1998 года обусловлены асимметрией в организационной и инструментальной структуре рынка. Организационная асимметрия заключалась в отсутствии действенной и гибкой системы регулирования и контроля за рынком; агентском характере рынка, означавшем высокую долю посредников в ключевых операциях; преобладании преимущественно спекулятивных инвестиций из-за рубежа в общем объеме капитализации рынка (до 70%), покинувших российский фондовый рынок одновременно с крахом азиатских рынков. Инструментальная асимметрия была связана с отсутствием внутренних источников долгосрочных инвестиций, слабой связью субъектов фондового рынка с процессами реальной экономики, подавляющим преобладанием государственных бумаг в финансовом поле рынка.

4. Постдефолтное развитие российского РЦБ имело самостоятельный характер, не проявляя зависимости от западных, прежде всего американского, рынков и демонстрируя циклические четырехлетние периоды (2000-2003, 2004-2007 гг), включающие фазы стабильного роста. Для периодизации развития фондового рынка выбраны следующие показатели: динамика базового российского фондового индекса (РТС), соотношение совокупной капитализации фондового рынка России к ВВП страны, показатели корреляции динамики усредненного российского индекса фондового рынка к тренду индикаторов фондовой системы США – NASDAQ и NYSE - Euronext.

5. Интеграция, укрупнение, универсализация, коммерциализация, транснационализация биржевых систем, концентрация рынков в крупнейших финансовых центрах, последовательное устранение финансовых посредников относятся к эволюционным процессам, направленным на снижение

транзакционных издержек биржи как института финансовой сферы. Издержки биржевой системы снижаются в результате использования совершенной IT-платформы или разработки модернизированной платформы для транснациональной группы; исключения удаленных точек доступа в торговую систему в новых регионах, при работе в рамках общей системы; прямого доступа на ранее недоступные рынки и увеличения клиентской аудитории в регионах мира. Это ведет к росту капитализации и ликвидности рынка, привлечению средств физических лиц, что особенно актуально в Восточных регионах России, где население, располагающее достаточно большими объемами свободных денежных средств, не имеет доступа к рынку современных финансовых услуг.

6. Централизация российской биржевой системы имеет следующие преимущества: повышение надежности и открытости процессов, оптимизация взаимодействия рыночных субъектов (продавцов, покупателей и посредников); создание условий для привлечения к участию в инвестиционной деятельности широких слоев населения; темпоральность реакции системы в целом на сигналы внешней среды; возможность государства последовательно реализовывать финансовую стратегию по развитию рынка ценных бумаг. Есть и неизбежные недостатки: монополизм биржи, дороговизна проекта централизации, неизбежное государственное участие в проекте создания супербиржи, ведущее к риску создания жесткой зарегулированной системы. Тем не менее, в силу общемировых тенденций финансовой глобализации централизация российской биржевой системы необходима: это единственный путь противостояния конкуренции со стороны мировых биржевых групп.

7. Интеграция центральной российской фондовой биржи в мировую биржевую систему может происходить по трем основным моделям: 1) слияние с одним из мировых транснациональных биржевых альянсов; 2) политика собственной экспансии на мировые рынки; 3) создание биржевого альянса с Китаем и Индией. Анализ «Стратегии развития финансового рынка до 2020 года», принятой Правительством РФ в 2008 году, показал приоритетность для интересов России направления самостоятельной экспансии в пространстве мировой биржевой системы, реализация которой включает три первичных

этапа: охват региона стран СНГ, упрочение связей с биржевыми системами РЦБ стран Восточной Европы и проникновение на региональные рынки Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии.

Научная новизна исследования состоит в следующем:

- уточнена структурно-функциональная характеристика биржи как посреднического финансового института и детализированы ее ключевые функции; теоретически разграничены «инструмент установления биржевых котировок» и функция биржи по установлению цен на фондовые товары; аргументировано исключение из числа функций биржи задачи выработки и установления правил размещения бумаг, торговли, допуска участников;

- выявлены и сформулированы особенности формирования финансово-инструментальной базы российского рынка ценных бумаг (несоответствие классическим моделям) и выявлены главные политические, социально-экономические и поведенческие факторы, их определившие;

- выявлены и системно представлены причины организационной и инструментальной асимметрии российского рынка ценных бумаг: последствия процесса длительной приватизации в России; отсутствие действенной и гибкой системы регулирования; агентский характер рынка; преобладание спекулятивных инвестиций (до 70% в общем объеме); отсутствие внутренних источников долгосрочных инвестиций, в совокупности приведшие к финансовому дефолту 1998 года;

- предложены показатели периодизации качественного развития российского РЦБ и выделены четырехлетние циклы его посткризисного развития, на которых он демонстрирует независимое от крупнейших западных рынков поведение, вызываемое структурными изменениями экономики страны и ростом ее основных макроэкономических показателей;

- исследованы и системно представлены современные процессы мировой финансовой глобализации в биржевой системе: универсализация, коммерциализация, централизация и транснационализация; представлены источники и способы снижения специфических транзакционных издержек биржевой системы в ходе финансовой глобализации;

-доказана необходимость создания российской национальной централизованной биржевой группы на базе анализа комплекса преимуществ и недостатков реализации проекта;

- представлены три возможные модели интеграции биржевой системы российского РЦБ в мировую биржевую систему. В качестве приоритетной для государства определена модель самостоятельной экспансии в мировую биржевую систему, в отношении которой разработаны три этапа ее первичной реализации (Регион СНГ, Восточноевропейское и Ближневосточно-азиатское направление).

Теоретическая и практическая значимость исследования состоит в исследовании и уточнении структурно-функциональной характеристики фондовой биржи и биржевой системы; в оценке движущих сил процессов финансовой и биржевой глобализации с позиции эволюционной, институциональной экономической теории и современной теории финансов. Обоснована модель развития национальной биржевой системы РЦБ России и представлена стратегия ее позиционирования в глобальной структуре транснациональных биржевых альянсов с учетом реализации государственного проекта по превращению России в мировой финансовый центр.

Практическая значимость работы заключается в том, что выводы, сделанные при исследовании интеграционных процессов биржевой системы рынка ценных бумаг; прогнозы и оценка моделей внешнеэкономического поведения российских биржевых групп могут быть применены при разработке стратегий развития РЦБ, уточнении принципов регулирования РЦБ как на уровне регионов, так и государства; выявленные факторы периодизации развития рынка позволят корректировать финансовую политику правительства на РЦБ и влиять на инвестиционное поведение участников рынка.

Апробация работы. Основные положения и результаты диссертации, докладывались на всероссийской, межрегиональной, городской научно-практических конференциях в г. Волгограде, Элисте в 2009-2010 гг., публиковались в научных изданиях.

Публикации. По теме диссертации опубликовано 6 работ, общим объемом 2,75 печатных листа с объемом авторского вклада 2,5 печатных листа, две из которых в изданиях, рекомендованных ВАК.

Структура диссертации предопределена целью, поставленными задачами и подчинена общей логике исследования. Работа включает введение, три главы (десять параграфов), заключение, список литературы. Работа изложена на 224 страницах, содержит 13 рисунков, 4 таблицы.

Во введении обосновывается актуальность работы, анализируется степень научной разработанности проблемы, формулируются цели, задачи, предмет и объект исследования, теоретическая база, положения, выносимые на защиту, научная новизна и практическая значимость.

В первой главе «Фондовая биржа как центральный институт рынка ценных бумаг: история взглядов, понятие, особенности становления» исследована история взглядов на понятие биржи, уточнено определение данного института, признаки и функции биржи, а также представлены сравнительный анализ процесса формирования РЦБ в ведущих странах мира и ключевые особенности региональных фондовых систем.

Во второй главе «Особенности формирования биржевой системы российского рынка ценных бумаг» представлены внешние и внутренние факторы, воздействовавшие на формирование российского РЦБ в 1990-х годах, сформулированы его специфические черты и типичные признаки; рассмотрена современная биржевая инфраструктура России; предложены пути ее совершенствования и варианты развития; представлены основания для периодизации развития российского рынка акций.

В третьей главе «Интеграция России в мировую биржевую систему в условиях финансовой глобализации» показаны мотивы и главные движущие силы мировой биржевой глобализации, рассмотрена современная мировая система биржевых альянсов; представлена проблема создания центральной российской биржи; аргументированы возможные пути встраивания российской биржевой системы в международные глобальные биржевые группы с учетом анализа требований стратегии превращения России в мировой финансовый центр.

В заключении подведены основные итоги, сформулированы выводы и рекомендации научного и практического характера.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Понятие биржи, детализация функций и признаков. Существуют серьезные расхождения в определении признаков и сущностных характеристик фондовой биржи как финансового института. В работе рассмотрены определения понятия биржи ведущих российских и зарубежных ученых, выявлены их особенности. К примеру, чаще всего процессы установления котировок и цен относят к одной функции, что неправомерно, так как установление биржевых котировок в действительности является лишь инструментом ее повседневной работы в рамках реализации основной функции биржи по установлению цен на фондовые товары. В исследованных определениях не отражены такие важные признаков биржи, как процессы допуска участников, биржевых продуктов, надзор за торгами и работой операторов, клиринговые операции, относящиеся к ее каждодневным задачам, без которых невозможна реализация функций поддержания постоянно действующего фондового рынка, обеспечения достаточного уровня квалификации участников.

Современная институциональная теория имеет весь необходимый инструментарий для адекватного описания института фондовой биржи. В рамках института фондовой биржи реализуются институты (функции) фондовой торговли (трейдинга), торгового посредничества (дилерства), брокерского обслуживания, фондового клиринга, расчетного и прогностического процессов.

К агентам институций относятся представители функциональных подразделений биржи: подразделения, ответственного за организацию рынка (исключение, допуск новых членов, листинг бумаг); за текущее управление биржевым рынком (трейдинг, администрирование операционных и клиринговых систем, сбор и распространение текущей биржевой информации); за реализацию заявок (приказов) клиентов по покупке/продаже или эмиссии

ценных бумаг клиента (брокеры, дилеры, постоянно работающие в рамках аппарата биржи); за осуществление надзора за состоянием рынка; за внешние связи и публичные мероприятия; вычислительный центр. Сами же эти подразделения как совокупности индивидов, разделенных функциональными обязанностями, относятся к институциональным субъектам биржи.

Учитывая вышеизложенное, представим определение фондовой биржи: фондовая биржа – это централизованный финансовый посреднический институт, обеспечивающий устойчивые системные взаимоотношения учетных, расчетных и контролирующих органов фондового рынка, а также продавцов и покупателей ценных бумаг на основе реализации следующих биржевых функций: торговой, брокерской, дилерской, клиринговой, информационной, контрольной, определения уровня цен на биржевые инструменты; биржевого арбитража; законодательной инициативы в сфере регулирования рынков – в условиях согласованного использования всеми биржевыми агентами и их клиентами установленных законодательством норм и правил проведения торгов и осуществления биржевых транзакций с целью обеспечения ликвидности фондовых инструментов и движения инвестиционного капитала.

Биржа как финансовый институт представляет собой ключевой связующий элемент внутренней фондовой инфраструктуры: осуществляет взаимодействие учетных и расчетно-клиринговых фондовых подразделений, связывает продавца и покупателя, обслуживает их интересы в ходе сделки, осуществляет техническое пред- и послепродажное обслуживание, информационные, консультационные и арбитражные услуги.

Особенности и этапы формирования российского РЦБ. Развитие российского рынка ценных бумаг не укладывается в рамки классических мировых моделей: американской (или англо-американской), и европейской (или континентальной). Так, европейский и американский РЦБ развивались эволюционно, отражая потребности предпринимателей вкладывать свободный капитал. Российский рынок 1990-х годов формировался «сверху», в условиях денежной системы, основанной на неразменных кредитных деньгах и подрываемой растущей с каждым годом инфляцией. В таких условиях

инвестиционные возможности предприятий и населения, их мотивация к участию в РЦБ низки.

Основу мировых финансовых рынков вне зависимости от модели развития на начальном этапе составляли сбережения и накопления частных лиц и предпринимателей. Накопления советских граждан отличал малый объем и вынужденный характер в условиях ограниченного потребления. Кроме того, доходы населения были полностью монополизированы государством и именно государство, в противоположность западным моделям, выступало кредитором населения.

Формирование рынка акций в России прошло с определяющим участием коммерческих банков, чьи акции стали первыми публичными бумагами. Банки же позднее стали центрами образования первых профессиональных инвестиционных компаний, которые преодолевали недоверие населения к рынку, вызванное периодом мошенничества с ваучерами, коррупции в ходе приватизации. В этом прослеживается сходство с американской моделью. Однако первые коммерческие банки учреждались с крупной долей государственного участия, а в структуре рынка с самого начала преобладал государственный сектор, который бумагами государственного займа восполнял недостаток ликвидных публичных бумаг и давал хорошие данные статистики по росту объемов операций. Кроме того, центральная власть сразу же взяла рыночные процессы под жесткий контроль, создавала управляющие органы, бессистемно копируя структуру и форму таких ведомств в странах Европы, не учитывая незрелость рынка в России и особенности ситуации в экономике в целом. Тем самым проявлялось сходство с европейской моделью развития рынка.

Уникальность формирования рынка ценных бумаг в России подтверждается той ключевой ролью, которую сыграл в нем процесс приватизации, незнакомый для большинства европейских стран и США.

В противоречие с основными целями приватизации вступило сохранение государством контрольных или блокирующих пакетов акций почти на 3000 предприятий (по данным на 1995 год). Поскольку государство является неэффективным управляющим, новые владельцы не могли завершить

формирование окончательной стабильной структуры собственности и управления. Все это не привлекало на российский рынок крупных иностранных институциональных инвесторов, в которых он остро нуждался, и население внутри страны.

Тем не менее, уже к 1995 году были созданы и стали функционировать рыночные механизмы на РЦБ. Так, в 1994-1995 годах отмечен резкий рост курсовых котировок акций уже приватизированных предприятий. Это было вызвано первыми реалистичными рыночными оценками стоимости предприятий, которые отличались от первоначальных номинальных оценок на этапе подготовки первых аукционов.

В 1995-1997 гг. российский фондовый рынок испытывал ряд серьезных проблем: неразвита торговая, регистраторская, информационная, материальная, сетевая инфраструктура; неэффективная и громоздкая регулятивная система, включающая до восьми государственных органов, в результате несогласованности которых надлежащий контроль отсутствовал; нехватка квалифицированных сотрудников сферы фондовой торговли, а также отсутствие базовой деловой этики, культуры и традиций; определяющая роль спекулятивных капиталов, высокий процент фиктивных участников рынка, как со стороны игроков, так и со стороны организаторов, вызывавшие резкую неконтролируемую волатильность курсов, низкое качество бумаг и, следовательно, низкий спрос на них; труднопрогнозируемый характер изменений рыночных тенденций, затрудняющий нормальную работу профессиональных инвесторов и беспрепятственное перераспределение инвестиционных потоков, прежде всего, в реальный сектор; агентский характер рынка и высокая доля (до 70%) спекулятивных инвестиций из-за рубежа, покинувших рынок одновременно с крахом азиатских рынков; преобладающая роль государственных долговых бумаг, первоочередное обслуживание бюджетных интересов государства. Именно рынок ГКО привлекал колоссальный спекулятивный интерес, что затрудняло объективные оценки рынка и долгое время маскировало накапливающиеся тревожные тенденции.

Сформировавшиеся к 1997 году базовые элементы современного рынка ценных бумаг в России показали свое несовершенство в ходе структурного финансового кризиса 1998 года, окончившегося дефолтом государства.

Факторы и закономерности периодизации развития российского РЦБ.

Посткризисное развитие РЦБ в России показало темпы роста, намного превышающие скорость преодоления кризисных последствий на рынках ведущих западных стран.

В развитии российского рынка акций в период с 2000 по 2007 гг. отчетливо выделяются два этапа: с 2000 по 2003 гг. включительно и с 2004 по 2007 гг. Такое разделение исходит из симметричности кривых изменения индекса РТС в рамках указанных периодов, корреляции трендов изменения капитализации российского фондового рынка, объема ВВП, а также ликвидности рынка и других показателей на двух указанных этапах. В стартовые два года обоих периодов (2000-2001 гг. и 2004-2005 гг. соответственно) индикаторы рынка демонстрировали стагнацию: рост индекса РТС в год не превышал 20-30%. После этого следовал двухлетний период значительного роста (180% в период 2002-2003 гг. и 200% в период 2006-2007 гг.). При этом уровень макроэкономических показателей на двух этапах принципиально различен, а их показатели количественно отличаются кратно: значения номинального ВВП в начальные годы обоих периодов отличаются в 2,3 раза (7 305,6 и 17 048,1 млрд. денонинированных рублей); капитализация российского РЦБ в те же годы – в 4,3 раза (49 и 211 млрд. долларов США); количественный рост капитализации в первую четырехлетку составил 116 млрд. долларов США, а во вторую уже 825 млрд. долларов США. В этой связи сделан вывод, что указанные этапы являются последовательными стадиями «взросления» российского РЦБ.

В каждом из двух выделенных по качественным показателям периодов российский рынок показал рост главного рыночного индикатора (индекса), превышающий 200% (220% и 290% соответственно по периодам). Комплекс базовых экономических показателей также продемонстрировал схожую динамику: совокупная капитализация российского РЦБ выросла за первый период на 336%, во второй на 490%; рост рыночной ликвидности по периодам

составил 266% и 134%. Рост уровня реального ВВП в 2000-2003 гг. составил 18%, в 2004-2007 гг. – 23,5%.

Отметим следующие закономерности в происходивших процессах: отчетливо наблюдается календарный годовой интервал между периодами резкого роста капитализации рынка (2001-2002 гг. и 2005-2006 гг.) и периодами взрывного роста индекса (2002-2003 гг. и 2006-2007 гг.). Качественное изменение структуры экономики (ее справедливой стоимости) предвосхищает рост котировок бумаг ведущих компаний (повышение их ликвидности), уровень которых и составляет основу расчета индекса. При этом показатель отношения капитализации к ВВП на протяжении двух периодов демонстрирует сглаженную динамику без серьезных колебаний, сходных с упомянутыми выше двумя показателями. Следовательно, рост капитализации в номинальных ценах поддерживается пропорциональным устойчивым ростом ВВП, что, в свою очередь, демонстрирует объективность изменений: отсутствует привычное в 1990-е годы подавляющее влияние спекулятивной составляющей среди факторов рынка.

Уверенный рост основных рыночных показателей в рассматриваемый период подкреплялся ростом устойчивости российского РЦБ, снижением его зависимости от тенденций на западных рынках, в первую очередь, на крупнейшем американском рынке. К примеру, в период 1993-1997 гг. коэффициент корреляции Пирсона между индексами РТС и Dow Jones составлял в среднем 0,73, тогда как в период 2000-2007 гг. данный коэффициент колебался от 0,08-0,17. Это еще раз доказывает сокращение доли на российском рынке спекулятивных капиталов из-за рубежа, повышение его устойчивости к влиянию внешней среды и снижение волатильности за счет укрепления ключевых структурных элементов и финансово-инструментальной базы.

Комплекс таких факторов как политическая стабильность и последовательный курс правительства, высокий мировой спрос на энергоресурсы, появление грамотных управленцев в финансовом секторе, стабилизация инфраструктуры и оздоровление экономических процессов вызвали рост доверия к российскому рынку, а акции естественных монополий

неизменно вызывали интерес институциональных инвесторов из-за рубежа. В результате российский фондовый рынок, и российская экономика в целом, показали два периода убедительного мощного роста при отсутствии привычной ранее корреляции с нестабильным в тот период рынком США.

Современные процессы мировой глобализации РЦБ. Специфические транзакционные издержки биржевой системы: причины возникновения и способы их снижения в ходе финансовой глобализации. Глобализация РЦБ и биржевой системы стали одной из ключевых внутренних составляющих финансовой глобализации.

Главным фактором, вызывающим интеграцию любой биржевой системы, является процесс коммерциализации деятельности бирж мира. С повышением и ростом объемов интенсивности операций роль бирж, торговых систем, а, следовательно, и их доходы от финансовой деятельности выросли. Как и в любом другом бизнесе, законы оптимизации, экономии и жесткой конкуренции стали оказывать в биржевом деле главенствующее влияние. Интеграция и укрупнение, поглощения или слияния стали следствиями действия этих экономических законов. Возникает самовоспроизводящаяся экономическая связь – коммерциализация вызывает конкуренцию, а она, в свою очередь, требует новых средств для конкурентной борьбы (совершенствования применяемых технологий торговли, контроля, управления), что выводит бизнес на новый уровень.

Глобализация РЦБ включает два процесса: интернационализацию рынков и межнациональную интеграцию биржевой системы РЦБ. Интернационализация сопровождается все большим проникновением инвестиционной и эмиссионной деятельности крупных компаний и частных инвесторов за пределы национальной финансовой системы, использование услуг зарубежных банков, международных финансовых и консультационных агентств, ведущих торговых площадок за рубежом. Открытость рынков создает конкуренцию на растущем рынке финансовых услуг, что позволяет снизить затраты инвесторов и эмитентов на комиссионные и прочие формы оплаты услуг бирж, торговых систем и посредников. Результатом интеграции также является унификация норм и технологий расчетов, что в свою очередь

увеличивает скорость осуществления транзакций, повышает объемы и интенсивность международных потоков капитала.

Интеграция, укрупнение, универсализация биржевых и торговых систем, концентрация рынков в крупнейших финансовых центрах, последовательное устранение финансовых посредников относятся к эволюционным процессам, направленным на снижение транзакционных издержек биржи как института финансовой сферы (таблица 1).

Таблица 1

Причины возникновения и пути снижения транзакционных издержек для биржевых систем рынка ценных бумаг и участников рынка

Причины возникновения издержек	Пути снижения издержек
Для биржевых систем рынка ценных бумаг	
Недостаточная эффективность, пропускная способность и функциональность электронных торговых систем, используемых на региональных биржах.	Объединение обычно ведет к выбору наиболее совершенной IT-платформы или к совместным вложениям в разработку современной модернизированной платформы
Непрофессионализм управляющих, избыточный персонал и узкая функциональность региональных бирж, недостаток масштаба деятельности.	Синергетический эффект от централизации и оптимизации управления, кадрового состава, выбора глобальной стратегии развития с расширением спектра оказываемых услуг и их географической доступности.
Необходимость самостоятельного территориального и функционального развития в условиях сильнейшей международной конкуренции со стороны глобальных альянсов.	Инкорпорация в эффективную международную структуру с налаженной полнофункциональной региональной сетью и системой управления, повышение финансовой эффективности деятельности, прозрачности и технологичности.
Организация собственных удаленных терминалов доступа в свою торговую систему или аренда таких терминалов у местных операторов в новых регионах с адресной аудиторией в рамках расширения регионального охвата бизнеса.	Внедрение в глобальную биржевую группу позволяет использовать разветвленную систему бирж, входящих в группу, и торговых терминалов по всему миру, что ведет к росту капитализации и ликвидности рынка, привлечению средств физических лиц, в том числе в отдаленных территориях (к примеру, регионы Сибири и Дальнего Востока), необеспеченных полным спектром современных инструментов инвестирования.
Необходимость колоссальных затрат на маркетинг и широкие рекламные кампании в рамках завоевания новых рынков в высоконкурентной среде.	Значительное увеличение возможностей, масштаба и эффекта PR-работы за счет увеличения бюджета, объединения усилий специалистов по всему миру, увеличения охвата аудитории и скоординированности действий.

Причины возникновения издержек	Пути снижения издержек
Для участников рынка ценных бумаг	
Вынужденная работа через посредников в виде региональных брокерских агентств, терминалов местных бирж при использовании ряда инструментов или при необходимости доступа в ряд регионов.	Вступление местных бирж в наднациональную структуру или приход такой структуры на местный рынок с организацией точек доступа к торговой системе позволяет рядовому участнику рынка использовать весь спектр услуг и географический охват транснациональной биржевой системы напрямую, улучшить финансовые показатели деятельности, прибыльность, ликвидность и др.
Трудности в доступе ко всему спектру мировых биржевых инструментов, участникам и бумагам других регионов мира, вынужденное использование местных посредников приводит к росту расходов на обеспечение такого доступа, превосходящих среднимировой уровень.	За счет эффекта масштаба и использования передовых технологий крупные биржевые альянсы предоставляют доступ к своим услугам по низким ценам, одинаковым в любой точке мира, в том числе в отдаленных территориях (Сибирь и Дальний Восток), необеспеченным полным спектром современных инструментов инвестирования.
Использование услуг нескольких различных контрагентов и/или торговых систем, часто устаревших, для получения доступа к ресурсам и клиентской базе различных регионов мира.	Работа с биржами-членами мировых групп предоставляет возможность работы в режиме «одного окна», когда одновременно предоставляется круглосуточный доступ к ресурсам системы на самом современном техническом уровне.

Учитывая, что основным мотивом ускоряющейся глобализации биржевых систем является борьба за новые рынки, создание транснациональной или трансконтинентальной биржевой системы становится самым выгодным, с точки зрения издержек, способом охвата новой рыночной ниши или доли. Та же цель снижения издержек достигается и для непосредственных участников рынка - клиентов биржевых групп.

Централизация биржевой системы российского РЦБ. В России истоки современной дуопольной биржевой системы находятся в самом начале истории становления национальной фондовой инфраструктуры. ММВБ и РТС прошли путь от специализированных площадок к статусу универсальных биржевых групп. При этом на настоящий момент Группа ММВБ сохранила роль лидера по совокупному обороту (за счет валютного рынка и рынка госдолга) и по рентабельности, однако РТС достигла паритета в части общих для двух групп

сферах рынка: биржевых и внебиржевых операций с ценными бумагами, срочного рынка.

В настоящий момент условия международного биржевого рынка способствуют разработке и реализации проекта по слиянию двух площадок и централизации российской биржевой системы наряду с клиринговой и депозитарной. Учетная и надзорная система сегодня также эволюционируют в направлении создания мегарегулятора и центрального супердепозитария по аналогии с центральной супербиржей. Единая ведущая торговая площадка, интегрированная с единым депозитарием, единой системой клиринга и расчетов имеет следующие преимущества:

- усиление контроля над рыночными процессами в каждой из подструктур рынка ценных бумаг за счет работы регулирующих и надзорных органов;
- ускорение реакции системы на сигналы внешней среды, возможность экстренных действий в условиях кризисных явлений;
- упрощение работы многочисленных рыночных субъектов: эмитентов, инвесторов, брокерских и дилерских компаний, Центробанка за счет работы с единым биржевым холдингом в режиме «одного окна», снижение транзакционных издержек упомянутых групп;
- привлечение к участию в инвестиционной деятельности и повышение финансовой грамотности широких слоев населения, обладающих значительным финансовым потенциалом;
- реализация единой государственной финансовой стратегии, что особенно актуально в условиях преодоления кризисов;
- развитие проектов по международной интеграции российского рынка с одной из действующих биржевых групп или по формированию собственной международной биржевой группы.

Однако кроме очевидных плюсов в проекте централизации российского рынка присутствуют существенные недостатки и объективные сложности, к которым относятся:

- установление монопольной централизованной системы отрицательным образом скажется на условиях работы в системе для рядового участника рынка, так как монопольный статус явно не будет способствовать стремлению биржи к

постоянному совершенствованию технологий, условий обслуживания, вниманию к нуждам внутреннего рынка;

- проект создания центральной биржи – многоуровневой интеграции двух мощных систем - технологически сложен и дорог. Он не сможет состояться без воли, а главное – непосредственного финансового участия государства;

- неизбежное участие государства в проекте централизации означает риск навязывания государственной системы управления рынком, что хорошо в кризисное время, когда требуется жесткая координация действий и мобилизация ресурсов; однако это может отрицательно повлиять на рыночную конкуренцию в период нормального развития рынка, когда требуется минимальное вмешательство извне.

Несмотря на выявленные недостатки, слияние двух крупнейших российских бирж стратегически необходимо в рамках выполнения задач, поставленных перед российским рынком ценных бумаг в «Стратегии развития финансового рынка до 2020 года» для достижения продекларированной в ней цели – превращению России в конкурентоспособный мировой финансовый центр. Кроме того, указанные недостатки могут быть нивелированы за счет четкой работы антимонопольных органов, активизации работы саморегулируемых организаций.

Выбор оптимального пути интеграции в мировую биржевую систему. Возможны три основных модели встраивания российского биржевого центра в мировую биржевую инфраструктуру: слияние с одним из мировых транснациональных биржевых альянсов; создание нового международного холдинга с участием двух мощнейших рынков – Индии и Китая; или же политика собственной экспансии на мировые рынки (рисунки 1).

Процесс мировой биржевой глобализации приводит к тому, что число самостоятельных независимых национальных рынков ценных бумаг будет сокращаться и в дальнейшем, тогда как наличие такого рынка является неотъемлемым атрибутом конкурентоспособной экономики. Сохранение российского национального финансового рынка в качестве самостоятельного финансового центра регионального и мирового значения является гарантом долгосрочной стабильности российской экономики и, в конечном итоге,

вопросом национальной безопасности. Именно поэтому комплекс мер, представленный в правительственном документе «Стратегия развития финансового рынка до 2020 года», не является отраслевой или ведомственной программой – это должно стать приоритетом долгосрочной экономической политики России.

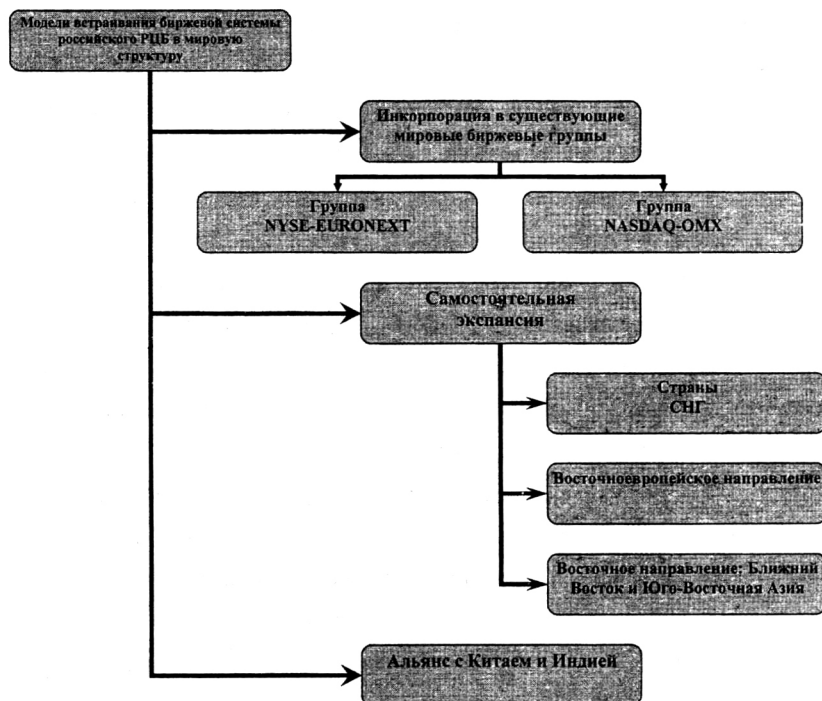


Рисунок 1 - Модели встраивания биржевой системы российского рынка ценных бумаг в мировую систему РЦБ

Анализ Стратегии дает основание утверждать, что из трех названных моделей международной интеграции российское руководство выбрало последний путь. Этому способствуют многочисленные трудности и ограничения в функционировании, связанные со слиянием с действующим международным альянсом, а также отсутствие интереса глобальных биржевых групп-гигантов к инкорпорации российской системы.

Для становления национального финансового центра необходимо поэтапно решить ряд внутренних и внешних задач.

Главной внешней задачей на пути к статусу международного финансового центра для России является последовательная реализация проектов по трансграничной экспансии Москвы.

На начальном этапе Москве как центру российской биржевой системы РЦБ необходимо закрепиться в качестве регионального биржевого центра, поэтому трансграничная экспансия российской биржевой системы может реализовываться путем последовательного прохождения этапов (векторов):

Этап 1. Закрепление на исторически близком рынке пространства СНГ, где развитие рынков ценных бумаг серьезно отстает от общемирового и российского уровней, что делает интеграцию с российским рынком выгодной и привлекательной для государств-членов СНГ.

Этап 2. Вовлечение в сферу своего влияния рынков восточноевропейских стран, которые на сегодня не входят в структуру глобальных альянсов и которые также имеют исторически сложившиеся экономические и политические отношения с Россией, что способствует сближению.

Этап 3. Стратегическая экспансия в условно «восточном» направлении, подразумевает попытку включения в российскую сферу влияния финансовые рынки тихоокеанского побережья и Юго-Восточной Азии, чему способствует зачаточная степень развития рынков многих стран региона, но что, однако, осложняется наличием в непосредственной близости развитых стран-лидеров.

Пути сближения могут быть различными: обмен опытом, совместные проекты, облегчение институциональных условий для взаимных транзакций, создание инструментов и механизмов для информационного обмена, предоставление налоговых и правовых преференций ведения операций в транснациональном режиме. Затем возможен переход к начальным формам интеграции на различных уровнях инфраструктуры, сближению и объединению торговых и депозитарных систем. Россия как страна с самой мощной и перспективной экономикой в регионе может взять на себя роль лидера в финансовой сфере, задающего стандарты функционирования рынка ценных бумаг, к которому надо стремиться странам-соседям.

Учитывая трудности преодоления влияния рынков Индии и Китая, которые традиционно претендуют на роль центра регионального притяжения в

Азиатской части Евразии, следует, по крайней мере, рассматривать как потенциально приемлемый путь глубокой равноправной недискриминационной интеграции с этими странами. Финансовый альянс России, Китая и Индии мог бы стать новым центром мирового масштаба, который станет противовесом традиционным биржевым и финансовым центрам Европы и Северной Америки, таких как NASDAQ-OMX и NYSE-EURONEXT, серьезно пострадавшим в результате кризиса, а сами упомянутые государства постепенно должны по праву заявить о себе как о новых мировых финансовых центрах.

Таким образом, разработанный в работе инструментарий и предложенные модели позволяют охарактеризовать современные процессы эволюции биржевой системы российского рынка ценных бумаг, выявить тенденции и спрогнозировать ее последствия, что дает возможность оперативно скорректировать процессы изменения торговой, регулятивной, расчетной и учетной структур системы российского рынка ценных бумаг, обеспечив эффективность данных изменений в условиях глобализации мировой биржевой системы.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ:

Статьи в журналах и изданиях, рекомендованных ВАК

1. Шурубов, П.В.. Биржевая интеграция как часть финансовой глобализации / П.В. Шурубов // Terra economics. Экономический вестник Ростовского государственного университета. – Ростов, 2009. – Том 7 - №2 - С.48-50 (0,25 п.л.).
2. Шурубов, П.В. Реформирование учетной инфраструктуры российского фондового рынка/ П.В. Шурубов, М.А. Смирнова // Предпринимательство. - Москва: НП «ИБК», 2009. - № 8. - С.62-67 (0,4/0,25 п.л.).

Статьи и тезисы докладов в других изданиях

3. Шурубов, П.В. Эволюция рынков акций, облигаций в России / П.В. Шурубов // Материалы Второй всероссийской научно-практической конференции «Стратегические приоритеты развития государственных и муниципальных

финансов в условиях реформирования бюджетного процесса». - Волгоград: Царицын. полиграф. комп., 2009. - С. 325-347 (0,6 п.л.).

4. *Шурубов, П.В.* Экономические причины и ход реализации интеграции мировой биржевой инфраструктуры / П.В. Шурубов // Ученые Волгограда – развитию города: сборник статей. – Волгоград: МУП «Городские вести», 2009. - С. 78-81 (0,3 п.л.).

5. *Шурубов, П.В.* Российская фондовая инфраструктура: история становления, современное состояние, проблемы и пути решения / П.В. Шурубов, А.С.Сазонов // 2009. Материалы Второй всероссийской научно-практической конференции «Стратегические приоритеты развития государственных и муниципальных финансов в условиях реформирования бюджетного процесса». – Волгоград: Царицын. полиграф. комп., 2009. - С. 309-325 (0,8/0,7 п.л.).

6. *Шурубов, П.В.* Проблема централизации и конкуренции в российской биржевой системе. Роль государства / П.В. Шурубов // Материалы межрегиональной научно-практической конференции «Государственные и муниципальные финансы: опыт, перспективы и инновации». - Элиста: ЗАОр «НПП «Джангар», 2010. - С.256-263. (0,4 п.л.)

10 7

Подписано в печать 01.11 2010 г. Формат 60×84/16.
Бумага офсетная. Гарнитура Таймс. Усл. печ. л. 1,1.
Тираж 110 экз. Заказ 262.

Издательство Волгоградского государственного университета.
400062 Волгоград, просп. Университетский, 100.